

创业板推出对我国 A 股市场壳资源价格影响的分析

高雅慧 厦门大学经济学院

中图分类号：F830.91

文献标识：A

文章编号：1006-7833(2009) 09-033-02

摘 要 从 2009 年 5 月 8 日,深圳证券交易所初次发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则(征求意见稿)》,到 6 月 5 日《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(全文)的推出,中国创业板市场的推出已步入最后的倒计时阶段。创业板市场的推出将会对中国证券市场的各个方面产生极其深远的影响。本文从创业板推出对壳资源价格冲击作用的微观层面入手,通过分别探讨创业板推出对壳资源价格形成各要素的影响,再将各部分分析结果进行调整汇总,最终得出创业板推出对 A 股市场壳资源价格的总体影响。并期望通过对完整分析过程陈述使本文得出的结论更富逻辑性,更有说服力。

关键词 创业板 壳资源 定价策略

一、创业板对壳资源稀缺性方面优势的冲击

我国证券市场的管理实行严格的准入制度,证券发行实行严格的审核制(后改为核准制),这要求发行人在发行证券时,不仅要以真实状况的充分公开为条件,而且必须符合有关法律和证券管理机关规定的必备条件,证监会有权否认不符合规定条件的发行申请。另外,我国为控制上市规模,实行“总量控制、限报家数”的政策,每年新增上市公司数量及股票额度有限。再加上政府对股市扩容速度根据二级市场状况进行调控,由于特定的历史原因,中国的 IPO 直接上市融资的窗口更多的向国有企业开放。很多非常优秀的非国有企业虽极具发展潜力,但由于进入证券市场直接融资的渠道不畅,资金短缺成了制约瓶颈。一份调查数据显示,截至 2002 年底,我国境内 A 股市场共有 160 余家上市公司的第一大股东为民营企业,其中,通过买壳上市的达 100 家,占民企类上市公司总数的比例高达 60%。同时,我国证监会对 A 股上市公司有着严格的要求:最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3,000 万元,最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5,000 万元;或最近三个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元,最近一期末不存在未弥补亏损。这些限制性条件对于处于创业期,经营性现金流与净利润极不稳定的中小企业来说无疑是十分难以达成的。如果想要上市融资便不得不采用买壳的方式。综上所述,企业直接上市的困难形成了上市公司壳资源的稀缺性,从而进一步推高了壳资源的价格。

然而创业板的推出为中小企业的融资提供了一个全新的渠道。首先,针对 A 股市场扶持国有企业上市现状,创业板市场的主体则多为处于创业期的中小企业。这些创

业企业多为民营性质,政府较少介入,国有背景并不是十分浓厚。同时,由于处于初创期,企业自身负担不是很重,创业板市场上政府为助国有企业脱困而极力扶持上市的现象与 A 股市场相比会明显减少。可以说创业板市场从企业“出身”方面为中小民营企业降低了准入限制。其次,在深交所发布的《深圳证券交易所创业板股票上市规则(征求意见稿)》中我们可以清晰地看到,创业板市场对上市企业的经营状况、财务状况进行了更贴合该版特点的设置。相对于 A 股市场的连续三年净利润为正且累计超过 3000 万元,创业板市场只是要求最近 2 个会计年度净利润均为正数且净利润累计不低于 1000 万元;最近一期:净资产不少于 2000 万元,无形资产占比不高于 30%;发行后股本总额不少于人民币 3000 万元。或者最近 1 个会计年度净利润均为正数,年度营业收入不低于 3000 万元,营业收入同比增长 30%以上,净资产不少于 1500 万元,无形资产占比不高于 50%,发行后股本总额不少于人民币 3000 万元。可以说创业板市场在“硬性指标”方面调低了中小创业型企业的准入限制。

二、创业板推出对壳资源持续融资能力方面优势的冲击

公司上市后,可以增发新股、配售股票以及取得银行信用等方式融资。在众多手段中,配股是壳资源的最基本、也是最重用的融资手段。根据证监会的规定,符合“最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六”以及其他财务状况和投资、担保的条件的上市公司就可以通过配股、增发从证券市场上募集资金。由于上市公司每年可进行一次配送股票的扩股融资操作,因此每一个上市公司就形成了一条获得资金的通道,每年定期扩股融资,使上市公司直接融资具有年度持续的特性。壳资源在持续融资方面的优势对壳资源价格的提高起了推动作用。

然而创业板的推出为企业在首发融资和持续融资方面都提出了更好的选择。就目前来看,《深圳证券交易所创业板股票上市规则(征求意见稿)》中虽尚未对创业板上市企业持续再融资进行明确的限定,但参考其他地区创业板市场规则,内地创业板市场的上市企业在满足一定条件之后必将拥有再融资的权利。不过相对于再融资获益,创业板融资比主板融资更突出的优势在于巨大的首发融资获益。虽然在征求意见稿中有明确提出强化上市首日信息披露监管,防范新股上市首日暴炒风险。但公司在上市之后,通过股市的放大效应可以成倍地放大公司的价值,这一现象在我国 A 股市场上表现尤为明显。借壳上市后配股融资的

额度再高,与IPO发行融资相比还是很小的。

三、创业板对壳公司在税收、信贷、项目审批方面独有优势的冲击

由于目前在我国,上市公司的发展与区域经济的相关性越来越高,我国中央和各级地方政府都采取了一些有效的措施来促进上市公司的发展。采取的扶持措施有:税收减免、贴补、资金支持、政府优先采购产品、土地等资源优先与优惠支持等。例如,目前我国上市公司中大约85%公司是按照15%的比例上交所得税;而对于绝大多数非上市公司而言,这个比例则高达33%。这些政策上的优势有利于节省企业成本、推动企业发展,从而抬高了壳资源的价格。

然而创业板的推出弱化了主板市场上市公司的这一独有优势。在很多省份,创业板企业享有与主板企业同样甚至更多的政策优势。例如,中小创业企业集中的山东省在深交所发布征求意见稿不久,发改委就表示将比照创业板扶持创新企业的特点查看企业的质地,有针对性地辅导企业在合适的市场上市并对拟上市公司支付的会计审计费、资产评估费、法律服务费、券商保荐费等进行资金、政策支持。创业板企业的政策扶持优势得以显著提高。

四、创业板上市节省了买壳上市过程中的诸多费用

买壳上市的方式有两种,一种是直接在二级市场上购买壳公司的流通股,另一种是通过协商的方式受让国有法人股。在实际交易中,考虑到成本因素,壳的收购方通常采用第二种而非第一种方式。不仅因为高市盈率使得二级市场上的股票价格远远高于非流通股,而且根据我国相关法律法规,当收购公司持有目标公司5%的在外流通股股份时,就要在三个交易日内通过媒体公告,以后每增加2%都要公告,控股比例达到30%时就要发出公开收购要约,承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的目标公司股,若最终购买目标公司股份超过50%才算是收购成功。可以想象,在二级市场上当收购公司的公告发出后,大量投机者的涌入会使目标公司股价迅速上涨,收购成本也会随之被大大提高。不过,即便是通过受让国有法人股的方式来达成买壳计划,由于其过程中会涉及到国有资产的出售问题,采用这种收购方法需要当地政府的审批,并且收购过程还要接受相关监管部门的严格审查和监督。另外,前几年我国股票二级市场价格净资产倍数极高,使得绝大多数股票都不能通过股票分红获取净资产价值,资本利润成为投资者的惟一目标,这样即便在收购非流通股时,壳公司股东的要价也有所上涨。

创业板的推出从根本上节省买壳上市所需的巨额购买费用。通过创业板IPO,一切从零开始,几乎不涉及对股份购买,更不用提高昂的购买费用了。前几年有发生过的几起买壳不久自身又沦为壳的事件便充分体现了壳资源高昂价格对企业的拖累效应。可以说,对于处于企业发展初期,现金资本都不充裕的创业型企业来说,资金的节省尤为重要。创业板的推出恰当的满足了初创期中小企业的需要,其前景必将比买壳上市更被看好。

五、创业板节省了买壳后的诸多成本

首先是资产重组成本与债务清偿成本。沦为壳资源的上市公司多为经营不善,主营业务净收入很少甚至为负,

资产质量低下,负债累累的公司。新入主的管理层和投资者为保证新公司的质量、形象和影响力就必须清理相当部分的外债。同时,如果买壳上市方希望尽快利用壳资源启动配股增资等活动,就必须拥有优良的资产以及雄厚的资金实力,这样才能在买壳后向壳公司注入优质资产以替换原公司的劣质资产,并在控股后不断投入,维持壳的运营并保持其业绩。

其次是职工安置与社会保障成本。如前所述,根据我国的国情,在买壳上市的过程中壳资源以上市的国有企业为主,背后有千丝万缕的政府关系,而且国有企业本身也肩负着非同一般企业的职能,需要考虑员工的就业问题和社会的稳定。我国社会保障制度尚不完善,迫于现实压力买壳方必须要充分考虑这一部分极大的隐性成本。

再次是买壳后整合壳资源与自身资源的成本。新旧投资者和管理层在人事安排、经营管理、制度规范、企业文化、产品方向和服务领域的磨合都需要一定的成本费用。不只如此,买壳方还要有相应领域的技术人才,这样才能应付买壳过程中以及买壳后整合期的复杂关系,减少成本并缩短磨合时间。

然而对创业板来说,这些随买壳活动而生的成本因为买壳活动的消失而不复存在。创业板IPO是企业对自身资源进行整合上市,只涉及自己一个公司,不涉及其他行为主体,故不存在新增的资本重置成本和债务清偿费用。而职工安置问题与社保成本也只与企业自身经营发展有关,与上市与否无关。且创业板上市企业多为中小民营企业,这方面的问题没有国有企业突出,故企业采取创业板上市与采取借壳途径上市相比,这一方面的新增成本也不复存在了。同样的道理,由于不涉及到新的行为主体,磨合期的成本也随着买壳行为的消失而消失。对于走创业板上市的企业来说,在上市前后所需要的成本只有两个部分:一部分是申请上市,审计费用,律师费用,投行的服务费用等于上市相关的费用;另一部分是上市后根据企业性质的转变调整发展战略的费用。而这些费用相对于通过买壳上市企业所需支付的费用来说是很少的。

综上所述,创业板的推出为中小创业型企业的上市融资开辟了一个全新的渠道,在维持了借壳上市原有优势的同时又节省了大部分的相关费用,且创业板上市比借壳上市方式更高效率性也更适合于初创期企业本身的发展特性。可以说,创业板的推出增加了“上市资源”的供给,同时又在各项优势方面降低了中小创业型企业对壳资源的需求。两方面共同作用,其结果是我国A股市场上壳资源价格的下降。

参考文献:

- [1]卢杰.壳资源价值分析.甘肃金融.2008.9.
- [2]陈力捷.上市公司壳资源价值的实证分析.商业研究.2003(22).
- [3]王性玉.上市公司“壳资源”及其交易价格模型.经济体制改革.2002(2).
- [4]李海鸣,郭旭明.浅析我国股市壳资源.企业经济.2003.12.
- [5]徐克菲.全流通后深圳中小企业上市公司壳资源价值研究.特区经济.2006.3.